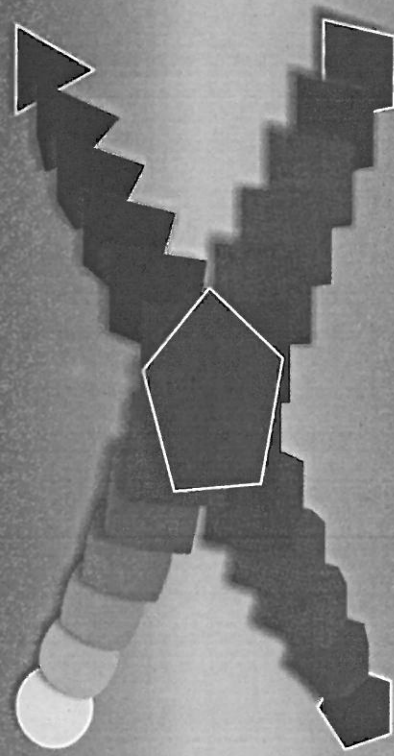


AGNIESZKA HERDAN  
LIDIA ANTOLAK

# POŁĄCZENIA PRZEDSIĘBIORSTW

teoria i praktyka



UNIwersytet Jagielloński  
Instytut Ekonomii i Zarządzania

AGNIESZKA HERDAN  
LIDIA ANTOLAK

**POŁĄCZENIA PRZEDSIĘBIORSTW  
TEORIA I PRAKTYKA**

*Naszym Rodzicom*

KRAKÓW 2005



## SPIS TREŚCI

Wstęp .....	9
Część pierwsza	
Rozdział pierwszy: Istota i klasyfikacja połączeń przedsiębiorstw .....	15
1. Definicja połączeń przedsiębiorstw .....	15
2. Klasyfikacja połączeń przedsiębiorstw .....	18
3. Ewolucja procesów łączenia się przedsiębiorstw – fale fuzji .....	21
Rozdział drugi: Przesłanki połączeń przedsiębiorstw .....	31
1. Połączenia przedsiębiorstw jako forma wzrostu przedsiębiorstw .....	31
2. Motywy nabywcy w transakcjach łączenia się przedsiębiorstw .....	34
3. Motywy sprzedawcy w transakcjach fuzji i przejęć .....	39
4. Obrona przed połączeniem .....	41
Rozdział trzeci: Etapy łączenia się przedsiębiorstw .....	45
1. Wprowadzenie .....	45
2. Faza przygotowawcza .....	46
3. Faza negocjacyjna .....	54
4. Połączenie .....	55
5. Faza integracyjna .....	56
6. Rola firm doradczych w procesach łączenia się przedsiębiorstw .....	59
Rozdział czwarty: Prawne uwarunkowania zawierania transakcji łączenia się przedsiębiorstw .....	65
1. Połączenie spółek a Kodeks spółek handlowych .....	65
1.1. Ogólne warunki i tryb łączenia się spółek .....	65
1.2. Modelowe postępowanie łączeniowe .....	67
1.3. Uproszczone postępowanie łączeniowe .....	72
2. Regulacje prawa antymonopolowego .....	74
2.1. Cele i zakres regulacji antymonopolowej .....	74
2.2. Kontrola koncentracji .....	76
2.3. Uprawnienia urzędu ochrony konkurencji i konsumentów .....	78
3. Regulacje prawa o publicznym obrocie papierami wartościowymi .....	80
3.1. Cel ograniczeń w obrocie akcjami spółki publicznej .....	80
3.2. Zasady nabywania znacznych pakietów akcji spółek publicznych .....	80
4. Połączenia w świetle ustawy o rachunkowości .....	82
4.1. Metody rozliczania połączeń spółek .....	82
4.2. Tryb rozliczania połączeń metodą nabycia .....	86
4.3. Tryb rozliczania połączeń metodą łączenia udziałów .....	89
5. Skutki podatkowe fuzji i przejęć .....	90
5.1. Podstawowe zasady prawa podatkowego .....	90
5.2. Opodatkowanie spółki przejmującej .....	91

5.3. Opodatkowanie spółki przejmowanej .....	93
5.4. Skutki podatkowe dla wspólników łączących się spółek .....	93
Rozdział piąty: Metody wyceny przedsiębiorstw .....	
1. Klasyfikacje metod wyceny przedsiębiorstw .....	97
2. Majątkowe metody wyceny przedsiębiorstw .....	102
2.1. Metoda wartości aktywów netto .....	102
2.2. Metoda odtworzenia .....	103
2.3. Metoda likwidacyjna .....	104
3. Dochodowa wycena przedsiębiorstwa .....	105
3.1. Istota wyceny dochodowej .....	105
3.2. Wyznaczanie przepływów pieniężnych .....	108
3.3. Horyzont czasowy prognozy .....	110
3.4. Szacowanie poziomu stopy dyskontowej .....	112
4. Mieszane metody wyceny przedsiębiorstw .....	116
4.1. Ogólna charakterystyka metod mieszanych .....	116
4.2. Metody oparte na wartości średniej .....	117
4.3. Metody oparte na wartości majątku i reputacji .....	118
4.4. Metody uwzględniające odpisy od wartości reputacji .....	119
5. Metody wyceny oparte na podejściu porównawczym .....	121
5.1. Istota i uwarunkowania metod porównawczych .....	121
5.2. Rodzaje metod porównawczych .....	122
6. Zalety i wady poszczególnych grup metod wyceny .....	124

#### Rozdział szósty: Pomiar efektów łączenia się przedsiębiorstw

- efekt synergii .....	125
1. Pojęcie efektu synergii .....	125
2. Klasyfikacja efektów synergii .....	125
3. Proponowane metody pomiaru efektu .....	129
3.1. Pomiar globalnego efektu synergii (GES) .....	129
3.2. Pomiar dziedzinnego efektu synergii .....	129
4. Etapy pomiaru efektów połączenia .....	131

#### Część druga

Rozdział siódmy: Wycena spółki COMPTECH S.A. ....	145
1. Rynek informatyczny a połączenia .....	145
1.1. Charakterystyka polskiego rynku informatycznego .....	145
1.2. Połączenia na rynku informatycznym .....	147
2. Charakterystyka spółki COMPTECH S.A. ....	148
3. Majątkowa wycena spółki COMPTECH S.A. ....	152
4. Dochodowa wycena spółki COMPTECH S.A. ....	153
4.1. Analiza wyników finansowych .....	153

4.2. Prognoza rynku i przychodów spółki COMPTECH S.A. ....	157
4.3. Wycena spółki COMPTECH S.A. metodą DCI .....	161
Rozdział ósmy: Przykładowy pomiar efektów fuzji .....	
1. Charakterystyka podmiotów biorących udział w połączeniu .....	167
1.1. Spółka „FARBICHEM” S.A. ....	167
1.2. Spółka „CHEMPOL” S.A. ....	174
2. Porównanie wyników ekonomicznych „FARBICHEM” S.A. i „CHEMPOL” S.A. przed połączeniem .....	181
3. Przyczyny i cele połączenia „FARBICHEM” S.A. i „CHEMPOL” S.A. ....	185
4. Zasady połączenia „FARBICHEM” S.A. i „CHEMPOL” S.A. ....	186
5. Pomiar i ocena połączenia – efekt synergii w „FARBPOL” S.A. ....	188
5.1. Porównanie zasad rachunkowości łączących się podmiotów z zasadami przyjętymi w nowopowstałej jednostce .....	188
5.2. Globalny efekt synergii w „FARBPOL” S.A. ....	191
5.3. Dziedzinnowy efekt synergii w spółce „FARBPOL” S.A. ....	192
5.4. Ocena połączenia spółek „FARBICHEM” S.A. i „CHEMPOL” S.A. ....	200
Aneks .....	203
Bibliografia .....	243

## WSTĘP

Zaostrzająca się konkurencja, będąca wynikiem globalizacji gospodarki światowej oraz ściśle z nią związaną liberalizacją przepływu kapitałów, towarów, usług oraz ludzi, wywołała gwałtowne zmiany struktur gospodarczych, zarówno w krajach wysoko rozwiniętych, jak i rozwijających się. Nasilenie się w ostatnich latach procesów globalizacyjnych sprawia, że coraz częściej podmioty gospodarcze podejmują działania integracyjne mające na celu uniknięcie wyższych zysków, a w konsekwencji maksymalizację stopy zwrotu zainwestowanego kapitału.

Transakcje łączenia się przedsiębiorstw towarzyszą gospodarce światowej już od zarania przedsiębiorczości. Początkowo dochodziło do łączenia się przedsiębiorstw w ramach pojedynczych miast czy regionów. Jednak wraz z rosnącym uprzemysłowieniem Europy Zachodniej i Ameryki Północnej procesy te zaczęły przekraczać poza granice jednego kraju. W ślad za postępującą globalizacją nastąpiła dalsza intensyfikacja transakcji na skalę międzynarodową.

Powszechnie panuje przekonanie, że na obecnym etapie rozwoju gospodarczego nie istnieją właściwie granice rozwoju przedsiębiorstw, czego przejawem jest coraz szybszy rozwój przedsiębiorstw międzynarodowych. Jest to wynikiem intensywnego postępu technologicznego, coraz nowszych rozwiązań w zakresie organizacji i zarządzania, jak również pojawiania się nowoczesnych instrumentów finansowych.

Podstawowym założeniem, na jakim opierają się decyzje o połączeniu, jest dążenie do osiągnięcia nowego lub wzmocnionego efektu w stosunku do tych, które byłyby uzyskane przez jednostki działające oddzielnie, czyli wykorzystanie efektu synergii. Dodatni wpływ połączenia firm powinien przejawiać się we wzroście efektywności jednostki połączonej. Natomiast jego brak lub negatywne skutki wywołane niewłaściwym wykorzystaniem dostępnych zasobów, mogą doprowadzić do zmniejszenia produktywności nowopowstałej jednostki. Jeśli zjawiska te będą występować w większości połączonych przedsiębiorstw, mogą mieć negatywny wpływ na produktywność danej gospodarki jako całości.

Planowane korzyści wynikające z łączenia się dwóch lub więcej jednostek gospodarczych nie przesądzają jednak o sukcesie tego przedsięwzięcia. Istnieje wiele warunków, które muszą zostać spełnione, aby połączenie zakończyło się powodzeniem, bowiem wzrost wartości przedsiębiorstwa powstałego po połączeniu, który jest głównym celem połączenia, a który nie jest możliwy do osiągnięcia bez połączenia, wymaga opracowania bardzo szczegółowej strategii oraz precyzyjnych działań.

Decyzje o połączeniu przedsiębiorstw są jednymi z najbardziej złożonych procesów. Obejmują one różnicowane aspekty działalności przedsiębiorstwa; sferę



prawną, finansową, inwestycyjną, księgową, podatkową, personalną itd. Uczestniczenie w tych procesach wymaga więc ogromnej wiedzy, wycucia i doświadczenia.

Rozwój rynku kapitałowego w Polsce, liberalizacja zasad prowadzenia działalności gospodarczej, członkostwo w Unii Europejskiej niosą za sobą nasilenie się procesów łączenia się przedsiębiorstw w naszym kraju. Polskie przedsiębiorstwa podlegają takim samym regułom gry jak firmy działające w rozwiniętych gospodarkach rynkowych.

W książce postanowiono poruszyć podstawowe zagadnienia, z jakimi spotykają się osoby biorące udział w transakcjach połączeniowych. Tak zarysowany cel oraz logika procesu łączenia znalazły swoje odbicie w konstrukcji pracy, która składa się z ośmiu rozdziałów.

W rozdziale pierwszym dokonano systematyki pojęć związanych z łączeniem się przedsiębiorstw oraz zaprezentowano rozwój transakcji połączeniowych od ich pojawienia się, aż do chwili obecnej.

Połączenia przedsiębiorstw, będące efektem rosnącej konkurencji oraz zmieniających się warunków prowadzenia działalności gospodarczej, stają się motorem rozwoju. Jednak każda z transakcji jest zawierana w oparciu o inne przesłanki. Dlatego w rozdziale drugim skoncentrowano się na przyczynach, jakie skłaniają menedżerów, akcjonariuszy, inwestorów do zawierania tego typu transakcji. Omówiono także długo- i krótkoterminowe strategie obrony przed połączeniem.

W rozdziale trzecim analizie poddano etapy procesu łączenia się przedsiębiorstw. Ze względu na złożoność tych działań zwrócono uwagę na rolę, jaką pełnią instytucje doradcze w tych procesach.

Nieodzownymi warunkami, jakie należy uwzględnić w trakcie podejmowania decyzji o połączeniu, są wymogi prawne rynku, na którym zawierana jest transakcja połączeniowa. To skłoniło autorki do zaprezentowania w czwartym rozdziale rozważań dotyczących uwarunkowań prawnych zawartych w kodeksie spółek handlowych, prawie o ochronie konkurencji i konsumentów oraz prawie o publicznym obrocie papierami wartościowymi. Niezbędne okazało się także zwróceniu uwagi na aspekty księgowe i podatkowe.

Ponieważ wycena łączących się podmiotów jest jedną z najistotniejszych faz transakcji połączeniowej, dlatego rozdział piąty poświęcono metodom służącym określeniu wartości przedsiębiorstwa. Dokonano w nim analizy zarówno podejścia majątkowego, jak i dochodowego w odniesieniu do wartości firmy, oraz omówiono zasady wykorzystywania metod mieszanych oraz mnożnikowych. Porównano także wszystkie grupy metod pod kątem możliwości ich stosowania, bowiem właściwy dobór metod wyceny oraz prawidłowe jej przeprowadzenie jest jednym z kluczowych elementów każdego procesu połączeniowego.

W rozdziale szóstym przedstawiono jedno z możliwych podejść do pomiaru i oceny efektów transakcji łączenia się przedsiębiorstw. Zdefiniowano i poddano klasyfikacji podstawowe cele każdego połączenia – efekty synergii. W dalszej części rozdziału zaprezentowano indywidualne podejście do możliwych sposobów pomiaru efektów połączenia oraz omówiono etapy tego pomiaru.

Uzupełnieniem rozważań zawartych w pierwszej części książki są praktyczne przykłady omówione w dwóch ostatnich rozdziałach. W rozdziale siódmym zaprezentowano wycenę spółki w ujęciu majątkowym i dochodowym. Wartość firmy została ustalona w oparciu o metodę ewidencyjnej wartości aktywów netto oraz metodę zdyskontowanych przepływów pieniężnych. Rezultaty wyceny poddano krytycznej ocenie, mającej na celu rozstrzygnięcie, która z zastosowanych metod jest bardziej miarodajna i wiarygodna.

Rozdział ósmy natomiast pokazuje praktyczny pomiar efektu połączenia w oparciu o metody zaprezentowane w rozdziale szóstym. Przedstawiono przesłanki, na podstawie których podjęto decyzję o połączeniu. Przyjęto również okres badawczy dwuletni – po przeprowadzeniu transakcji – w którym dokonano pomiaru analizy i oceny jej efektów.

Z transakcjami łączenia się przedsiębiorstw wiąże się tak liczna gama problemów, że poruszanie wszystkich w jednym opracowaniu jest niemożliwe. Dlatego celem książki jest ukazanie tylko wybranych zagadnień wiążących się z tymi procesami. Jeśli któryś z zaprezentowanych w niej problemów szczególnie zainteresuje Czytelnika, to być może zamieszczone źródła literaturowe umożliwią mu znalezienie odpowiedzi na pytania rodzące się w trakcie lektury niniejszego opracowania. Jeśli rozważania zawarte w książce zainspirują Czytelnika do dalszych poszukiwań, to cel, jaki postawiły sobie autorki, zostanie zrealizowany.